

## 宏观动态跟踪报告

## 2022 年全球通胀展望与思考

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn  
范城恺 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 2021 年，随着美欧等主要发达经济体物价水平急剧攀升、全球大宗商品价格暴涨，通胀成为后疫情时代全球经济最鲜明的特征之一。本文梳理 2021 年以来影响全球通胀的主要因素，并展望 2022 年多方因素的发展方向，最后就后疫情时代的通胀问题进行简要讨论。

## ■ 一、2021 年全球通胀形势回顾

2021 年全球通胀的影响因子：1）经济复苏，“通货再膨胀”是经济复苏的正常现象。不过，2021 年美欧通胀走势显然高于基数效应，需求复苏之快与供给修复之慢均超预期。2）货币刺激、财政刺激、疫苗接种等，加快需求恢复。3）疫情反复、能源转型、供应链瓶颈、贸易保护等，形成供给约束。

## ■ 二、2022 年全球通胀走势展望

2022 年影响全球通胀的主要因子的变化：1）经济复苏：全球经济复苏斜率放缓，全球商品供需更趋平衡。2）政策刺激：全球货币与财政刺激退坡，政策余量空间有限。3）新冠疫情：全球新冠疫情发展仍存变数，但对供给端的压制有望减弱。4）就业：全球就业市场继续修复，在提升供给的同时，也使货币政策转向更加坚决。5）中长期问题：能源转型、部分供应链瓶颈以及贸易保护等，仍将持续为通胀加温。综上，**预计 2022 年全球通胀率大概率在基数效应下回落，但可能仍高于新冠疫情前水平。**

## ■ 三、对后疫情时代通胀的思考

1）通胀与经济增长。适度通胀有益于经济增长，但通胀过高将抑制经济增长。2021 年美国“胀”成为“滞”的催化剂。2）通胀与货币政策。通胀压力决定货币政策空间。美欧等国通胀牵动货币政策紧缩加快，而新兴市场倾向于防御性加息，通胀对于全球货币政策而言或是一个持续存在的挑战。3）全球通胀格局或面临重置。全球金融危机以来，有效需求不足、科技进步、国际贸易等多因素造就了全球低通胀格局。新冠疫情后，一些长期抑制通胀的因素或会生变，如绿色经济拉动投资与增长、能源转型短期内或抑制生产率、贸易保护继续升级等。

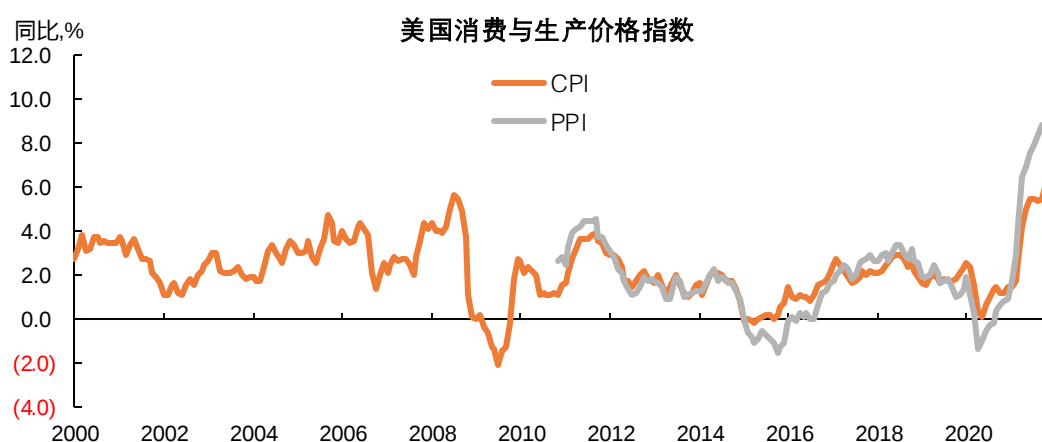
- **风险提示：**变异病毒影响超预期，全球通胀演绎超预期，美联储等央行政策力度超预期等。

2021 年，随着美欧等主要发达经济体物价水平急剧攀升、全球大宗商品价格暴涨，通胀成为疫情爆发以来全球经济最鲜明的特征之一。自上世纪 80 年代以来，全球通胀水平呈下降趋势；2008 年国际金融危机后，主要发达经济体通胀水平更长期低于 2%。因此，2021 年全球通胀压力令人始料未及，而 2022 年全球通胀如何演绎仍存争议。本文梳理 2021 年以来影响全球通胀的主要因素，并展望 2022 年多方因素的发展方向，最后就后疫情时代的通胀问题进行简要讨论。

## 一、2021 年全球通胀形势回顾

据 IMF 最新预测（2021 年 10 月），2021 年全球 CPI 同比增速将由 2020 年的 3.2% 上升至 4.35%。美欧等主要发达经济体消费者物价水平更加急剧地攀升：2021 年 11 月，美国 CPI 同比高达 6.9%，创近四十年以来新高；欧元区 HICP 同比达 4.9%，创 1997 年有统计以来最高；英国 CPI 同比达 5.1%，创近十年以来新高。除终端消费品外，全球大宗商品与生产材料价格也经历暴涨。2021 年 1-11 月，IMF 初级产品价格指数涨幅达 50%，其中能源品价格指数涨幅更达 100%。2021 年 11 月，美国 PPI 同比达 9.6%，创 2010 年统计以来最高（图表 1）；2021 年 10 月，中国 PPI 同比曾高达 13.5%，创 1996 年统计以来最高。

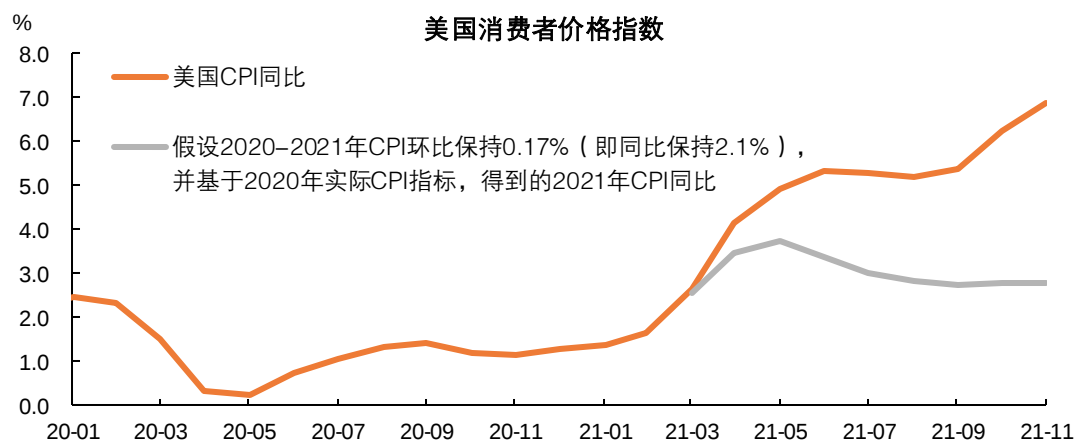
图表1 美国 CPI 和 PPI 同比增速均创新高



资料来源：Wind, 平安证券研究所

2021 年，全球经济在危机后复苏，“通货再膨胀”本是经济复苏的正常现象。从历史经验看，各国经济由通缩走向通胀的过程，通胀率往往需要一定程度上超过危机前水平，以弥补危机时期物价水平的短暂失速。以美国为例，2008 年次贷危机爆发使美国经济陷入通缩，美国 CPI 同比在 2009 年 7 月曾跌至 -2%；随着经济复苏，美国物价水平企稳回升，2010 年上半年 CPI 同比基本回到 2% 以上；此后在美联储第二轮量化宽松（QE）的助推下，2011 年 8-9 月美国 CPI 同比曾升至 3.8%。2020 年，新冠疫情重创全球经济，2020 年美国 CPI 同比在 5 月仅为 0.2%，全年同比仅 1.3%。我们测算，假设 2020 年 3 月以来美国 CPI 环比维持 0.17%（同比维持 2.1%）增长，那么仅由于 2020 年新冠疫情冲击后的通缩，2021 年 CPI 当月同比读数将“自然地”达到 2.6-3.7%（图表 2）。不过，2021 年美欧通胀率走势显然高于基数效应，需求复苏之快与供给修复之慢均超预期。

图表2 美国 CPI 走势显然不仅是因为“基数效应”

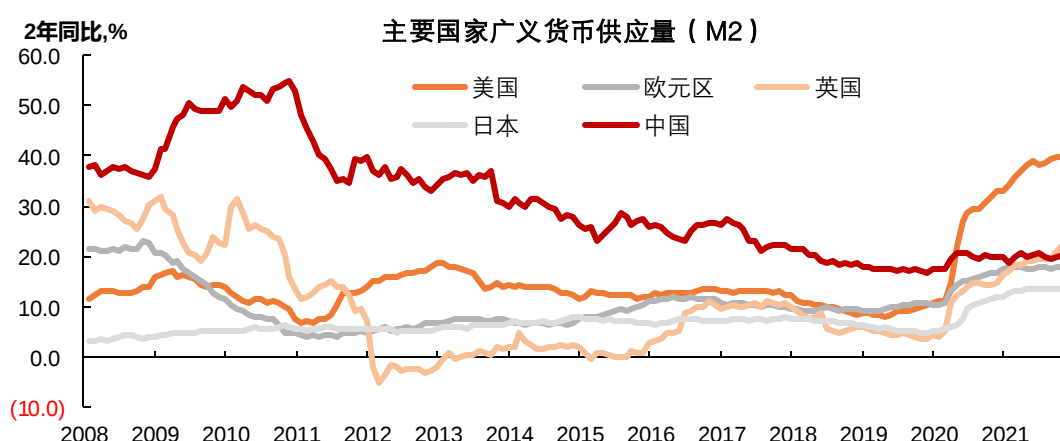


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2021 年，新冠疫苗推广为需求复苏奠定基础，而货币与财政刺激力度空前令需求复苏显著加快。截至 2021 年 12 月中旬，全球至少接种一剂新冠疫苗人数超过 44.5 亿人，占比超过 56%；其中，中国、美国、欧盟、日本等主要发达经济体完全接种比例均超过 60%。尽管严格意义上的“群体免疫”尚未实现，但疫苗的保护显著降低了死亡率与重症率，继而病毒对居民健康与经济活动的冲击大幅减弱。

货币政策方面，主要发达经济体央行一步到位地降息至历史最低水平，包括美国、欧元区、英国、澳大利亚和加拿大在内的众多经济体央行进一步实施量化宽松。2020 年新冠疫情后，全球主要经济体（尤其发达经济体）货币供应量激增并持续至今；2021 年 1-10 月，美国、欧元区、英国、日本和中国的广义货币供应量（M2）分别扩张了 38.2%、17.5%、12.7%和 17.6%，而 2019 年同期其 M2 扩幅分别仅为 5.4%、5.3%、0.3%、1.9%和 6.5%（图表 3）。

图表3 新冠疫情以来，主要经济体 M2 扩张速度显著加快

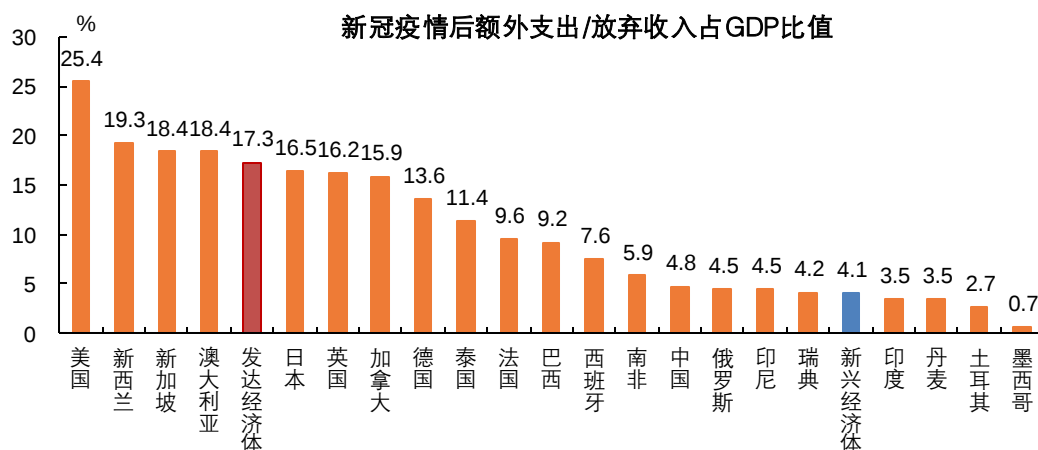


资料来源: Wind, 平安证券研究所

财政政策方面，据 IMF 统计，截至 2021 年 7 月，主要发达经济体已经动用了规模达其全年 GDP 的 17.3% 的财政资金（包括额外财政支出及放弃的财政收入）以应对新冠疫情（图表 4）。其中，美国动用的财政刺激金额超过 GDP 的 25%。2021

年，美国拜登政府推出 1.9 万亿“美国救援计划”，其中有近 1 万亿直接或间接补贴居民，使美国居民整体收入超过新冠疫情前水平，造就了终端消费的强劲。此外，美国还推出初始价值为高达 4 万亿的中长期财政计划，虽然法案尚未实施，但在预期层面提升了消费和投资需求。值得一提的是，在事实上践行现代货币理论（MMT）之下，发达经济体实现了货币政策与财政政策的配合，财政融资成本的下降以及财政纪律的弱化，化作一剂“兴奋剂”，更加明显地刺激着需求的增长。

图表4 发达经济体普遍动用了规模超过其 10%GDP 的财政手段以应对新冠疫情



资料来源：IMF(2021.7 更新), 平安证券研究所

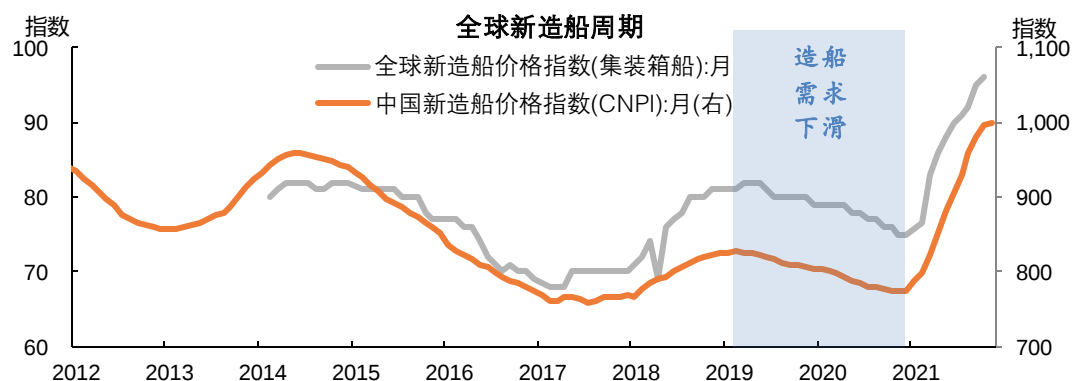
**2021 年，新冠疫情反复、能源转型、供应链瓶颈与贸易保护等共同形成供给约束。**理论上，物价水平是需求与供给的平衡器，当需求增长较快时，物价的上升将鼓励企业扩大生产，加快供给端修复，直到供需达到新的平衡。但是，2021 年全球供给修复遇到了一系列特殊的瓶颈，供给约束成为全球通胀走高的关键推手。

**首先，2021 年新冠疫情对“供给国”形成较大冲击。**2021 年新冠疫情因变异病毒的出现而持续蔓延，由于全球疫苗普及程度分化，病毒对于以欧美为代表的“需求国”冲击较小，但对于以东南亚为代表的“供给国”仍形成明显冲击。尤其 2021 年下半年以来，Delta 病毒的出现使东南亚制造业 PMI 重新骤降至紧缩区间。因此，疫情冲击对全球商品供给端的抑制超过对于需求端的抑制，进一步加大了供需缺口。

**其次，全球能源转型加速暂时引发能源紧缺。**2021 年以来，国际油价涨幅超过 60%，英国天然气价格暴涨 300%以上，能源品价格的急涨凸显供给的紧缺。美国能源信息署（EIA）数据显示，全球石油产品需求已基本回归疫情前水平、但并未超过，而供给恢复过慢是能源紧缺的核心因素。此外，全球能源品供给又受能源转型浪潮的影响。2021 年以来，全球绿色经济与能源转型目标更加明确：例如，中国不断明确“碳达峰、碳中和”目标，美国拜登政府推出的中长期财政计划恰以“气候变化与基建”为主题，欧盟的 1.8 万亿欧元财政计划的重点恰是投资构建气候友好型经济等。全球能源转型加速的另一面，是传统能源资本开支动力不足，例如美国石油企业的钻井平台投资明显落后于需求和油价的增长。

**再次，供应链瓶颈与贸易保护主义进一步阻碍商品供给。**2021 年以来，全球贸易与物流成本急剧上升，波罗的海干散货指数（BDI）和衡量集装箱运价的货运指数（FBX）已分别上涨 120%和 230%以上。本轮供应链问题背后有多个“瓶颈”：一是，新冠疫情对交通运输行业的就业修复产生持续压制，限制了相关服务供给。二是，以运输业为代表的物流能力遇到周期性瓶颈。例如，2019 年以来截至 2020 年底，全球新造船产能周期逐渐下滑至底部（图表 5），使本轮海运运力瓶颈更快到来；三是，近年来贸易保护、产业保护思想持续发酵，原本畅通的国际经贸网络已经出现堵点和断点，而各国自身的产业链建设很难及时跟上，使供应链的脆弱性进一步凸显。

图表5 2019 年以来截至 2020 年底，全球新造船产能周期逐渐下滑至底部



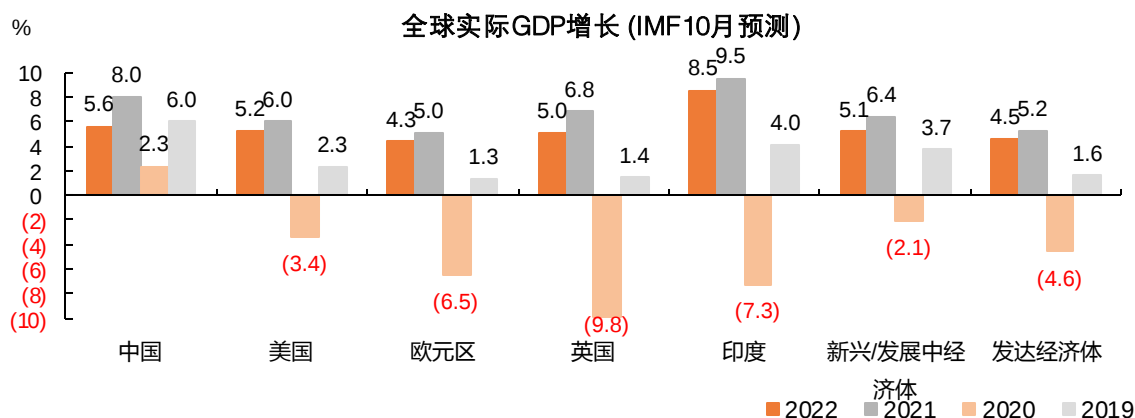
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、2022 年全球通胀走势展望

2022 年，全球通胀率大概率在基数效应下回落，但可能仍高于新冠疫情前水平。据 IMF 最新预测（2021 年 10 月），全球 CPI 同比增速将由 2021 年的 4.3% 回落至 2022 年的 3.8%，但仍高于 2019 年的 3.5%。其中，发达经济体通胀率将由 2.8% 回落至 2.3%，新兴和发展中经济体的通胀率将由 5.5% 回落至 4.9%。与此同时，新冠疫情以来，防疫政策与复工复产的差异，加上各国消费品产能周期本身有别，使部分国家与全球的通胀周期错位，例如未来中国、日本等通胀率将由底部上升，意味着不同经济体通胀走势或趋于收敛。具体来看，2022 年影响全球通胀的多个因子料将变化。

**第一，2022 年全球经济复苏斜率放缓，全球商品供需更趋平衡。**据 IMF 最新预测，2021 年全球发达经济体和新兴/发展中经济体实际 GDP 增速分别为 5.2% 和 6.4%，2022 年将分别回落至 4.5% 和 5.1%，但仍然高于 2019 年的 1.6% 和 3.7%（图表 6）。除了全球经济增速的回落，2022 年全球经济的结构性变化也可能进一步缓解通胀压力：美欧等国的需求增长重心将由商品转向服务，这意味着美欧消费需求的外溢效应将大幅弱化，全球商品总需求的增量将大幅受限。而美欧服务消费的外溢性本身不强，且美国服务贸易出口主要成分为旅游业，考虑到大部分新兴经济体对于边境开放更加谨慎，该部分外溢效应更为有限。

图表6 2022 年主要经济体 GDP 增速或较 2021 年回落，但可能仍高于 2019 年水平

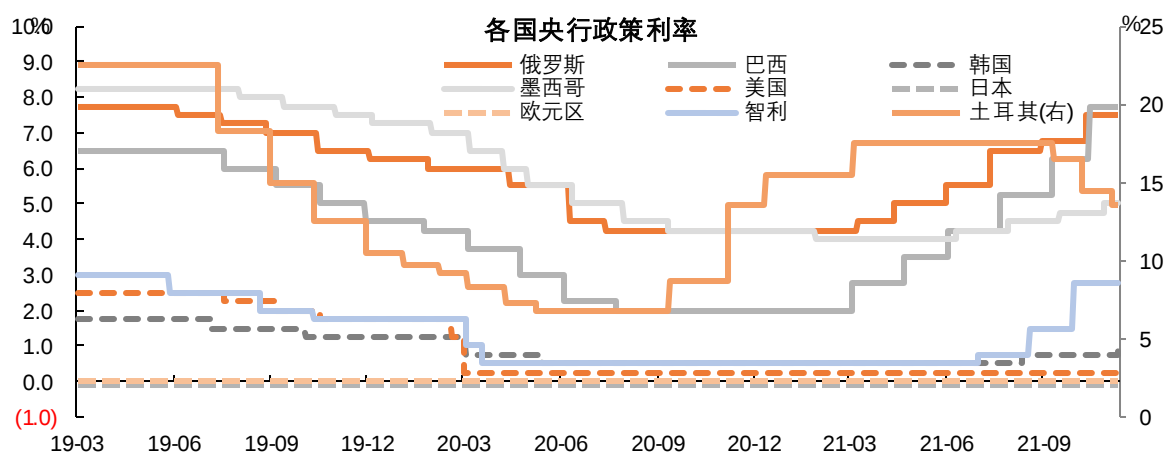


资料来源: Wind, 平安证券研究所

**第二，全球货币与财政刺激转向或退坡，政策余量空间有限。**货币政策方面，随着经济复苏更加充分、通胀压力持续攀升，2022 年全球大部分央行均可能迈向紧缩，全球流动性收紧是必然趋势。美联储已经于 2021 年 12 月宣布加快削减资产购买节奏，预计将于 2022 年 3 月结束 QE，最新点阵图预测 2022 年或加息 3 次。其他发达经济体央行方面，英国央行在 2021 年 12 月已经首次加息，加拿大央行已于 2021 年 10 月结束 QE，而澳洲央行的“鸽派”引导在市场失效。上述市场的短端国债利率自 2020 年 10 月以来已经陡然上行，金融环境已开始趋紧。新兴市场方面，有相当一部分央行已经于 2021 年“抢跑”加息，如俄罗斯、巴西、土耳其、墨西哥、智利等（图表 7）。

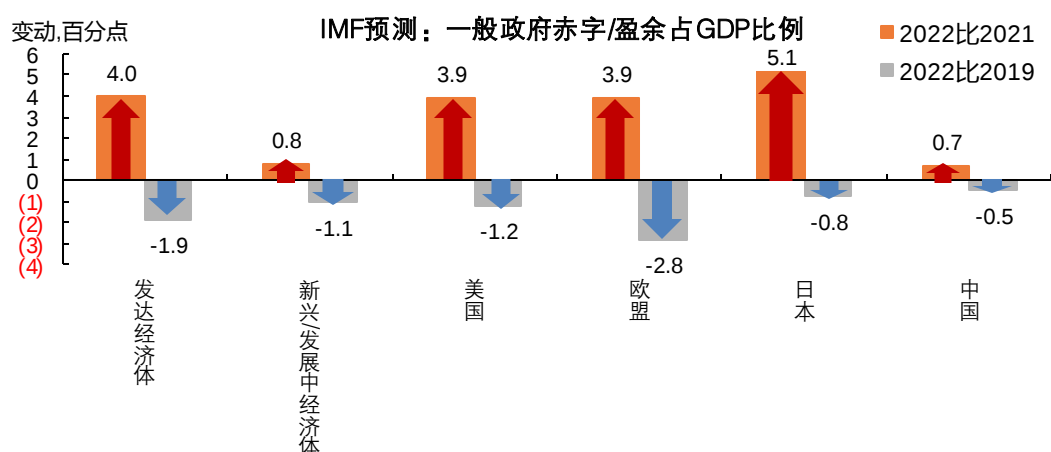
财政政策方面，2022 年大部分经济体或开始缩减赤字，试图向“稳健财政”的基调回摆。据 IMF 最新预测，2022 年发达经济体一般政府赤字率将缩窄 4 个百分点左右，新兴和发展中经济体将缩窄 0.8 个百分点（图表 8）。虽然前期财政对居民的补贴可能仍有余量，但以美国为例，随着居民可支配收入不断消耗，截至 2021 年四季度，美国居民储蓄率已经基本降至新冠疫情前水平。因此，2022 年财政刺激余量对居民收入和消费能力的提升料将有限。

图表 7 有相当一部分央行已经于 2021 年“抢跑”加息



资料来源: Wind, 平安证券研究所

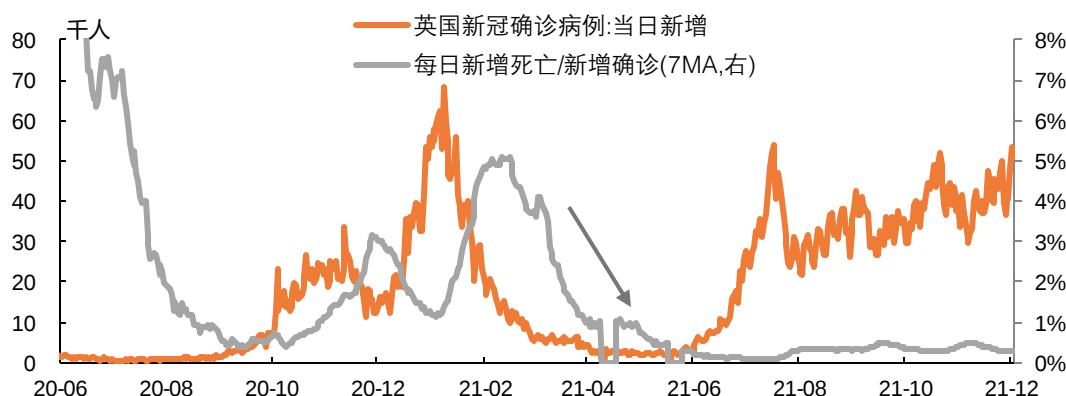
图表 8 2022 年主要经济体财政赤字率将缩窄，但仍高于疫情前水平



资料来源: IMF(2021.10), 平安证券研究所。注: 赤字率变动为正时, 表示赤字缩窄; 反之为赤字扩大。

第三，全球新冠疫情发展仍存变数，但对供给端的压制有望减弱。自 2021 年 11 月底，Omicron 变异病毒的出现为全球新冠疫情发展平添了不确定性。不过，全球在抗击新冠疫情方面已经实现的进步也是不争的事实。如果不考虑 Omicron 病毒的未知性，在新冠疫苗保护和医疗经验积累下，主要经济体的新冠重症率和死亡率已经显著减轻（图表 9）。未来，随着疫苗针对新病毒不断改进、“加强针”推广、“特效药”上市等，新冠对居民健康的威胁或更加可控。在此背景下，全球或逐步与新冠病毒更加“和平”地相处，例如各国政府将逐步开放线下经济活动与边境管控，居民将更加积极地重回工作岗位等，因疫情造成的供给约束有望缓解。

图表9 英国新冠死亡率已经显著下降



资料来源：Wind, 平安证券研究所

第四，全球就业市场继续修复，在提升供给的同时，也使货币政策转向更加坚决。就业市场是后疫情时代的经济复苏难点。据国际劳工组织（ILO）测算，2021 年四季度全球工作时间总数仍比 2019 年同期水平低 3.2%，对应 9640 万全职岗位缺失（图表 10）。以美国为例，2021 年以来美国进行大规模失业补贴，一定程度上抑制了居民重返就业的积极性，叠加新冠疫情扰动不断，美国就业市场恢复不及预期。截至 2021 年 11 月，美国非农就业人数缺口仍有近 400 万人，同时因劳动参与意愿不高劳动力缺口仍高达 240 万人。2022 年，随着失业补贴退坡，以及新冠疫情风险更加可控，全球就业市场复苏有望更加充分。一方面，就业复苏有助于提升商品和服务供给，直接缓解通胀；另一方面，在更加积极的就业数据支撑下，各国央行货币政策紧缩或有加快的空间，间接提升货币政策对通胀的抑制。

图表10 2021 年四季度全球工作时间总数仍比 2019 年同期水平低 3.2%

全球工作时间变化 (与2019Q4比较)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_31684](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31684)

